

# 安定配当政策の形成過程における10%基準の意義と役割<sup>a)</sup>

落合 孝彦

## 1. 問題の所在

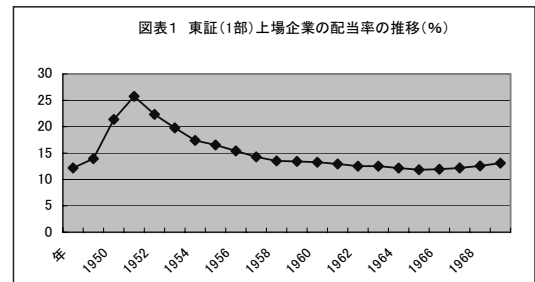
全国証券取引所審議会の『企業業績及び配当の状況』（平成12年）、さらには生命保険協会による『株主への利益還元等状況調査について』（平成15年）で指摘されている通り、わが国上場企業の配当政策は、米国企業のそれと比較して配当額が固定化され、利益に応じ変動することが少ない。

日本企業の配当政策の特徴が安定配当一厳密に言えば安定配当率であるが一にあることは度々指摘されているが、一般に配当の安定化とは、1株あたり配当金（以下、DPSという）の固定化を意味する。近年こそこの分布に多様化の兆しが見られるものの、かつてはDPSを5円～7円程度に維持する傾向が色濃く見られた。これは50円額面比10%程度に額面配当率（以下、配当率という）を維持したことの名残でもある。

このような特徴を有する配当政策は、株式の時価発行が主流となった1970年代後半以降、「株主軽視」あるいは「株主への還元不足」の具体的表れとしてしばしば批判の対象となったが、高度成長・安定成長下における株価の持続的上昇の陰に隠れさほど注目されなかった。その後、1990年以降の顕著な株価低迷、不況の深刻化を背景に改めて注目を集めることとなり、近年の調査・研究によると、安定配当の継続が「株主の富」最大化を達成する上での弊害となりうるものが指摘されている。例えば、黒田・米澤・新保・広田（1998）は日本企業の配当政策の主目的を「内部留保の最大化<sup>2)</sup>」と捉え、それが結果的に内部留保の収益性を低下させ、さらには負債返済や退職金支払いといった「従業員を中心とする経営者のために使用<sup>3)</sup>」された結果、将

来の「配当増にほとんど貢献しない<sup>4)</sup>」状況出現させたと論じている。

わが国企業の配当政策、裏返せば留保政策の問題点が徐々に明らかになりつつあるものの<sup>5)</sup>、このような安定配当が今日まで強固に存続したことは単なる偶然ではなく、歴史的必然の所産であり、その方針には何らかの合理性があったと解すべきであろう。この特徴の形成に影響を与えた要因について検討を加えることは、企業間競争が激化する中で財務政策の裁量性・独自性を高め環境適応を図ることがいっそう必要となる日本企業の今後の指針を論じるうえで必須だと思われる。



(注) 出所資料のDPSを配当率に換算して表示した。

(出所) 東京証券取引所『東証要覧』1995年、113頁。

## 2. 目的および検討の手順

この安定配当政策は如何なる時期に如何なる理由で形成されたのであろうか。谷村（1982）は、福沢諭吉が著した『西洋事情』の中に、利益と利息を混同視し出資に対する利益の配当が義務であるかのような記述がみられる点を根拠に、利息と同様に一定額の配当金を支払うことを責任とみなす独特な配当観が（経営者意識の中に）醸成された可能性を論じている<sup>6)</sup>。では「何故1割（10%）配当なのか」についてだが、

私見によれば市中金利より高い水準という程度のものであったと推察される<sup>7)</sup>。しかしながら、第二次世界大戦以降（以下、戦後という）の東京証券取引所（以下、東証という）のデータを見る限り、配当率の平均的水準が10%に最も接近するのは1966（昭和41年）であり、20%を超える水準にあった時期も確認される（図表1）。このデータが意味するところは、安定配当が形成・確立された時期は1960年代であること、何らかの要因によって配当率に下方圧力が加えられつつも、10%程度を限度に下方硬直性が確認される点である。わが国固有の配当観のみで本来裁量性の高い配当政策の方針が決められるとは考え難いがたいことから、日本企業の配当方針全般に多大な影響を与えた外部要因の存在がうかがわれる。

この安定配当政策の形成に重大な影響を与えた外部要因については、2つの有力な仮説が提示されている。諸井（1984）は、戦時体制における統制経済の影響が戦後の配当政策に影響を与えた可能性に着目し、次のように述べている。

配当抑制について今ひとつ触れておきたいのは、それが政府の産業育成政策の観点からも必要とされたことである。たとえば、戦時中の「会社経理統制令」（昭和15年）は、1割を以って配当率の上限とし、それを超える増配は主務大臣の許可を要すると規定したのであった。・・・＜中略＞・・・しかし配当を規制し、企業の財政状態を堅固なものにしようとする政策は、戦後も行政指導の形で、さまざまな産業分野についてとられることが多かったと思われる。わが国における配当の横並び現象は、このような政府の配当規制と深くかかわっているのではあるまいか<sup>8)</sup>。

他方、井手（1994）は金融機関による株式所有が配当政策に与えた影響に着目し、次のように述べている。

安定配当の下限が10%に定められた根拠は何だろうか。それは資本の主要な提供者であったリレーション動機の金融機関大株主が株式を安定保

有し、増資に応じる最低の条件として、貸出の実効利回りを下回らない運用利回りを要求したからに他ならない。・・・＜中略＞・・・これら安定株主は市場で頻繁に株式を売買しキャピタル・ゲインを求めない株主であったから、配当が事実上投資リターンの中心であった<sup>9)</sup>。

これら2つの仮説は、戦後の産業育成政策が本来それとは独立的であるはずの配当政策に影響を与えたと結論している点、そして配当率10%を一つの基準としている点で共通している。しかしながら、諸井氏の仮説（以下、諸井説という）は戦時体制下の経済統制に用いられた手法が戦後処理を進める過程で援用された事実に着目し、法令・行政指導によって配当率の上制限を実施したことを重視する点に特徴がある。他方、井手氏の仮説（以下、井手説という）は戦後の金融システムにおいて中心的役割を担った金融機関の配当率に対する要求水準に焦点を当てる点に特徴がある。前者は政府規制が配当率へ下方圧力をもたらしたことを強調し、後者は金融機関の要求水準とそれが配当率の下方硬直性をもたらしたことを強調していることから、似て異なる点が多々ある。

よって本稿では、終戦後から1960年代末までの各種史料・財務データ等を用いて安定配当政策の形成過程におけるこれら仮説の妥当性を検討する。それを踏まえたこれら仮説の異同についての考察を通じ、配当率10%基準（以下、10%基準という）がわが国の企業財務に与えた影響、金融システムにおいて担った役割について明らかにすることを目的とする。

3節では諸井説の妥当性を中心に検討する。諸井説の特徴は配当率上限基準を有する配当制限が配当率に下方圧力をもたらしたとする点にあることから、配当制限の変遷を整理しつつ、これが配当率の低下に影響した可能性を考察する。次に配当率に下方硬直性がみられる原因を、諸井氏が明示的に指摘することのなかった資金調達上の諸規則（以下、資金調達ルールという）にみる配当率下限基準に求め、その可能性を探りつつ性格の異なるこれら2つの基準の比較を通

じ、いずれの基準が配当率の低下に影響を及ぼしたかを検討する。4節では前節での議論を踏まえ井手説の妥当性を検証する。ここでは、金融機関の実効利回りが配当率10%程度であったことの根拠を先行研究および史料に、次いで金融機関の配当率に要求する下限水準が10%程度であったことを支持する根拠を単回帰による観察結果に求める。5節ではこれら2つの仮説の妥当性・異同を踏まえたうえで、政府・行政当局による金融市場、とりわけ株式市場への公的介入の際に10%基準がどのように利用されたかを明らかにしたうえで、今後の課題について言及したい。

### 3. 政府規制・資金調達ルールが配当政策に与えた影響について

#### (1) 配当率上限基準の導入経緯・内容・効果について

ここでは、諸井氏が重視した配当率上限基準を配当制限の導入経緯・変遷について概観したうえで、その効果について検討する。

戦時体制下において「国家総動員法」に基づく法令として施行された「会社経理統制令」は、「国家総動員法」の撤廃とともに失効した<sup>10)</sup>。しかしながら、この法令の失効以降も終戦の混乱に乗じた会社資産の流出防止を目的に、GHQの指示で配当支払いが凍結される状況が出現した<sup>11)</sup>。その後GHQは凍結措置の緩和を認め、1946(昭和21)年4月、「会社配当等禁止制限令」が施行された。この法令は戦時保証の処理如何によって多大な損失を被る可能性がある会社財務の再建を目的としたことから、配当制限の内容は戦時体制下のそれより厳しいものであった<sup>12)</sup>。この後、戦時補償打ち切りに伴う損失処理が徐々に進行したこと、加えて「配当率の制限が活発な証券取引を抑制し証券取引に不利な影響を与える<sup>13)</sup>」等の理由から、配当制限を大幅に緩和した「会社利益配当等臨時措置法」が1947(昭和22)年12月に施行された。同法は従来の配当制限とは異なり資本金の大小・業種の如何を問わず広く適用され、且つ原則的に配当率を制限しなかった<sup>14)</sup>。そのため、復配・増配を実施する企業が徐々

に増加することとなるが、1951(昭和26)年に同法が撤廃されたことで、戦後処理を目的とする一連の配当制限令は一時的にその役割を終えることとなった。

配当率はその後、企業業績の向上および株式市場の活況により急速に上昇するが、業績低迷の余波を受け、1952(昭和27)年～1953(昭和28)年をピークに20%を急速に割り込む結果となった。この配当率低下とともに戦後の物資不足を主因として進行してきたインフレーションが、資産再評価を促進することの関わりから、配当制限を復活させることになった。1950(昭和25)年に施行された「資産再評価法」に基づき同年に第一次再評価、翌年に第二次再評価が実施されたが、原則として再評価の実施は企業の任意であったため、その意図に反してさほど進行しなかった。その後、朝鮮動乱ブームによりさらに物価が上昇したことから、1954(昭和29)年に「企業資本充実のための資産再評価の特別措置法」(以下、特別措置法という)の施行に伴って再評価を強制するとともに、配当制限を通じて再評価積立金の資本組入れ促進が図られた。

特別措置法に基づく配当制限は1958(昭和33)年から開始された。当初は上限を15%としていたが、資本組入れ比率および減価償却の実施範囲の程度に応じて15%、12%、そして10%の上限が課されることとなった<sup>15)</sup>。配当率の低下が徐々に進行したことを根拠に配当制限が有する影響力の大きさを指摘する論者もいるが、この制限が配当率に下方圧力をもたらした主因であるとの見解には若干の疑問が残る。行政指導の対象となった金融業や料金認可業種、資産再評価にともなう配当制限を受けた企業は確かに存在した<sup>16)</sup>。しかしながらこの配当制限にみる15%という水準は、配当制限が開始される前年の東証1部平均配当率とほぼ同水準にあり、これに準じる形で15%の上限基準が設定されたという事実がある。このことを反映してか、東証が実施した調査によると、1959(昭和34)年の配当制限企業は調査対象企業599社中93社<sup>17)</sup>、翌35年は598社中15社18となっており、配当制限が強化された

1961（昭和36）年についても東証1部662社中、制限対象企業は14社とその割合はさらに減少している<sup>18)</sup>。もっとも、これらの結果のみで配当制限の影響力を判断することは出来ない。何故なら、配当制限を受けることを忌避した企業側が事前に配当率を引き下げた可能性が否定できないからである。よって、企業側が配当率を引き下げざるを得ない、配当制限以外の理由が存在したか否かの確認が必要となる。ここではその理由を資産再評価による無償交付の増加、そして有償増資の増加の2点に求め、順次検討する。

資産再評価が企業の配当負担を増加させる要因としては、再評価の実施により発生する「再評価積立金の資本組入れ」の影響が挙げられる。この資本への組入れは無償交付（現行商法での株式分割）を促進することになり、その結果配当総額が増加するため、配当率の維持が困難となることが予想される。しかしながら、特別措置法が施行された年の上場企業増資総額は1,055億円（無償交付額232億円）であるのに対し、制限が開始された時期の同増資総額は1,728億円（無償交付額205億円）となっており、無償交付額の占める割合は低下している<sup>20)</sup>。その後増資額は急速に増加し、昭和30年代における同増資総額のピークである1961（昭和36）年には7,256億円（無償交付額540億円）にまで達するが、無償交付額の占める割合は約7%にまで低下している<sup>21)</sup>。以上のことから、資産再評価に伴う再評価積立金の資本組み入れの影響はさほど大きいものとは思われない。むしろ有償増資の増加による配当負担の増加が予想されることから、配当率が低下する中で配当性向がどのように推移したかを確認する必要がある。『本邦事業成績分析』（三菱経済研究所編）に収録される全産業の平均配当性向をみると、1950（昭和25）年上期～1954（昭和29）年下期については約37.38%であるのに対し、1955（昭和30）年上期～1959（昭和34）年下期のそれは配当率が低下する中で約56.93%へと上昇している。従前の配当率を維持するならば配当性向のさらなる上昇をもたらすことから、配当制限の有無に関わらず、配当率の引き下げは避けられないものであったことがわかる。こ

のことは、配当率に下方圧力をもたらした主因が、有償増資額の増加によって従来の配当水準の維持を困難となった結果、配当負担の軽減を図り企業側が自ら配当率を切り下げた点にあることを物語るものである。

戦後という特殊な状況下で実施された配当制限は、戦後の「経済的混乱の終結」と「資産再評価を通じた内部資金蓄積の促進」に主眼を置くものと解される。前者を目的とする配当制限が効力を持ち得たのは終戦直後の数年間に限られ、後者を目的とする配当制限も配当率に下方圧力をもたらした主因にはなりえない。加えて、行政指導による配当制限はその対象が限られていたことから、10%基準を中核とするこれら一連の配当制限令が配当政策に与えた影響は決定的ではないと推察される。

## （2）配当率下限基準の導入経緯・内容・効果について

配当率10%の下限基準（これも以下、10%基準という）は、戦時体制下には確認されない戦後に固有のものである。この下限基準は資金調達ルールの中に見られることから、戦後の証券行政において配当率10%程度を維持する事が、あたかも合意事項の一つであるかのように見受けられる。

この10%基準の嚆矢は、1954（昭和29）年に改正された東証の株券上場審査基準（以下、上場基準という）に確認される。その内容は「当該会社の収益状況が良好であり、且つ、原則として、資本の額に対し、年10%以上の利益配当を継続してなしうる見込みのあること<sup>22)</sup>」というものであった。上場審査基準の趣旨は「会社の収益継続性を重視することによって上場株券としての適格性を厳密にし あわせて国民投資の安全性に寄与<sup>23)</sup>」することにあるが、この趣旨を達成することと配当率に下限を設けることとの間に論理的関連が何らないことは明白である。この改正による10%基準の導入は、当時の株式市場が停滞期にあり、株価・配当率とも低落傾向にあったことに対する行政当局の政策的配慮によるものであった可能性が高い<sup>24)</sup>。上場審査基準としての適切性についての判断はさておき、



この10%基準の導入は東証上場企業の配当政策にどのような影響を与えたのだろうか。上場後この基準をクリアできないことが即、上場廃止に繋がる訳ではないが、新規上場を目指す企業は当然この基準をクリアすることから、上場後の企業であっても、配当率がこの基準を下回ることを忌避する傾向があったと推察される<sup>25)</sup>。

これに続く10%基準は1959（昭和34）年4月に設けられた「社債格付け基準」の中に見られる。ここでは「資本金基準」「純資産基準」「起債残基準」の他に、質的基準として「配当率3ヵ年10%以上」という下限基準が導入された<sup>26)</sup>。債権者が配当に対し何らかの制限を課する場合は、商法における債権者保護の思考と同様、配当支払いに上限を設け株主への富の移転を防止することで、債券価値を保全する方法が取られると考える。しかしながら、このような理解とは正反対の効果をも有する下限基準がその後も社債格付けにおいて必須の基準とされ、幾度かの改正を経ながらも新顔債は10%、それ以外については複数期間6~8%を下限とする基準が一貫して設けられることとなった。

この措置は上場審査基準にみる10%基準を踏襲、もしくはそれに準拠した結果であろうが、この「社債格付け基準」の決定には金融機関を中心とする「八行会」「起債打合会」が関与しており、社債受託についても金融機関が担っていた<sup>27)</sup>。加えて基準決定に関与した銀行が昭和30年代における事業債消化の中心であったことから、銀行の立場からみて10%程度に配当率を維持することにそれ相応の意義があったものと推察される。

これまでの検討から諸井説の妥当性については次のように評価できよう。まず、産業育成のための資金供給および資金調達ルールの中に10%基準が導入されていることから、これを基準に外部から配当水準をコントロールする方針が政府にあったという意味でこの仮説は的を得ている。しかしながら、戦時体制の経験を援用した配当制限が特定業種を除く企業の配当率に下方圧力をもたらしたことを支持する有力な根拠がなく、有配企業の配当率に10%を底値とする

下方硬直性が存在する理由を説明しえないことから、配当制限の影響を過大評価する向きがある。むしろ、諸井説では明示的に指摘されなかった配当下限基準が下方硬直性との関連から注目される。この下限基準それ自体は緩やかな制約条件でしかなく効果の及ぶ範囲も限られていたが、これの導入には銀行も参画していたことから、次節において検討される金融機関の株式保有は下限基準の影響力を推察するうえで重要となる。

#### 4. 金融機関の株式保有が配当政策に与えた影響について

##### （1）貸出実効金利の水準について

金融機関が安定株主として株式を取得する場合でもその対価として得る配当の低下は、享受しうる他の経済的メリットが大きいものと認識されない限り、長期保有するうえでのインセンティブを喪失させることにもなりかねない。金融機関、とりわけ銀行が株式を取得する目的は、旧財閥系企業集団の再結合、融資先獲得、融資競争のために必要な預金量確保そして追加的融資の安全性確保など多様であり、必ずしも株式投資収益にある訳ではない。しかしながら、融資であれば本来回収されるはずである資金が固定化されることになるため、これに見合う配当利得を要求することは当然ありうる。金融機関の新株取得は額面に基づく株主割当がその多くを占めることから、配当率が要求される利回りを満たすか否かが焦点となる。

井手説は、配当率が10%程度に維持された理由を、それが実質的な貸出利回り程度となるよう金融機関が企業側に要請した点に求めている。金融機関全般の実質的な貸出利回り水準は一概に論じられるものではないが、銀行の貸出実効金利の水準については脇田（1983）による推計結果を手がかりに、おおよその水準を知ることが出来る。ここでの貸出実効金利とは貸出約定金利（総合、月末平均値）を貸出に伴う預金歩留り等で調整し推計されたものである。推計期間は昭和37（1962）年から昭和56（1981）年と長期に渡っているが、このうち昭和37（1962）年

から昭和41（1966）年における貸出実効金利の推計値をみると、都銀・地銀ともにほぼ10～12%の範囲で推移している<sup>28)</sup>。脇田氏の推計期間には本稿の対象期間である1960年代前半が欠けているものの、この時期の貸出実効金利が推計期間の水準から大幅に乖離することは考えにくい。ため、ほぼ類似する水準にあったと思われる。

銀行以外の実効利回りに関する詳細なデータはないが、生命保険会社の場合、「つねに1割前後の利回りをみている生保資金<sup>29)</sup>」との記述が示す通り総資産利回りは8%から9.5%程度の水準（『財政金融統計月報』1968年、202号）となっている。他の金融機関についても同様に不明な点が多いものの、同様な金融商品による資産運用を行なっていることから、銀行や生命保険会社と類似する水準にあったと推察される。

## （2）株主構成の相違が配当率に与える影響について

金融機関が貸出実効金利程度の配当率を要求する場合、被保有企業の配当率は、単回帰式を想定すれば株式保有比率の増加関数であり、回帰係数は小さいながらもプラスになると予想される。その理由はまず、配当率は10%前後に集中して分布するため分散が小さくなる傾向があるものの、株式保有比率の分散は相対的に大となることが挙げられる。加えて長期保有が前提の場合、配当のみが株式投資収益率となることから、配当率が高いほど株式取得に充当された資金の回収が容易となる点も挙げられる。このことよりも、ここでは切片が10%に近似することのほうが重要となろう。何故なら、金融機関が10%程度の運用利回りを要求の下限とするならば、持ち株比率の低下に従い10%前後に接近することが予想されるからである。

もちろん、このような事前の予想が観察結果と適合する場合においても、すべての株式保有主体の持ち株比率と配当率の関係が類似する結果となれば、金融機関のみが配当率10%を要求したことにも相対的高率配当を望んでいたことにもならない。そこで、金融機関との比較に際し対照的な結果が得られる可能性が高い株式保有主体として事業法人を選んだ。その理由は、

1960年代における事業法人の持ち株比率が個人、金融機関に次ぐ第3位でかつ安定株主として金融機関に次ぐ影響力を有しており、事業法人間の一方的あるいは相互の株式所有の根底にある取引関係が金融機関と事業法人の間に見られる資本関係とは若干異なると予想されるからである。

以上のような事前の予想の妥当性を確認するための対象期間およびサンプル選定基準は次の通りである。対象期間は第一次高度成長期および第二次高度成長期直前までの間から、1959（昭和34）年、1961（37）年、1964（昭和39）年、そして1966（昭和41）年の各下期を任意に選んだ。ここで観察期間を1966（昭和41）年までとした理由は、株主構成のデータがこの時期までしか入手できなかったためである。サンプルの選定については、まず『本邦事業成績分析』（三菱経済研究所編）昭和34年上期版・同年下期版の双方から財務データが得られる製造業のうち、有配企業333社を任意に選んだ。これをベースに、1959（昭和34）年時点で東証に未上場の企業、さらに『会社要覧』（ダイヤモンド社）から株主構成データを入手出来なかった企業等を省いた結果、サンプル数は173社となった。

以上のデータを用いてこれら株式保有主体の持ち株比率と配当率の関係を単回帰にて示したものが図表2である。金融機関持ち株比率と配当率の関係は緩やかながらも一貫して有意にプラスであり、配当率の長期低落傾向にともない切片も低下しているが、1966（昭和41）年下期の切片は10%に近似していることから、事前の予想にほぼ一致しているとみていいだろう。他方、事業法人の持ち株比率と配当率の関係は一貫して有意にマイナスであり、その影響こそ寡少ではあるものの、金融機関と異なる理由で株式を保有している可能性をうかがわせる。このような結果となった理由としては、事業法人間における株式保有は、投資収益の向上ではなく水平的・垂直的取引関係の安定化を目的としていたためとの解釈が妥当である。

図表2 回帰分析の結果

観察期間		株式保有主体	
		金融機関	事業法人
1959年下期	回帰係数	0.04625** (2.2217)	-0.0612*** (-2.8432)
	切片	13.1857*** (16.9702)	15.6105*** (37.6122)
1961年下期	回帰係数	0.0607*** (3.4223)	-0.0484** (-2.5239)
	切片	10.3525*** (13.5363)	13.4837*** (36.1210)
1964年下期	回帰係数	0.0564*** (3.0922)	-0.0474** (-2.291)
	切片	10.4444*** (13.4266)	13.3190*** (36.6977)
1966年下期	回帰係数	0.0479** (2.4878)	-0.0322*** (-35.5263)
	切片	10.0836*** (14.0565)	12.1451* (-1.6891)

(注1) \*\*\*: 1%水準で有意、\*\*5%水準で有意、\*: 10%水準で有意。

(注2) 金融機関持ち株比率には、投資信託分が含まれる。

(注3) 表中の括弧内はt値。

この観察結果は、株主構成の相違が配当率に多大な影響を与えることを主張するためのものではない。当然のことながら、株主構成の相違よりも利益率や資本金／株主資本比率といった指標のほうが配当率に決定的な影響を与える可能性は高い。加えて、今回の観察では株主構成や財務指標以外にも、同業他社が比較的少ない業種では、配当率がほぼ横並びとなるケースが頻繁に観察された。このことは、競合企業の配当政策を睨みつつ内部留保を確保しようとする経営者の狙い、売上高等の量的規模に基づき形成された企業間の序列関係など、配当水準の決定に影響を与える要因は多種多様であることを示唆する。今回の観察結果は株式保有主体間に株式取得動機の相違があることを示す程度のものに過ぎないが、井手説を支持する根拠の一つにはなる。

## 5. 小括

### (1) 2つの仮説の異同について

これまで検討してきたこれら2つの仮説の決定的な相違は、安定配当政策の形成過程において前者が配当率の低下傾向に着目しその原因を配当制限に求めた一方、後者は配当率の下方硬直性に着目しその原因を長期的な株式保有を前提とする金融機関の要求配当率に求めたことにある。既に2節で指摘した通り、額面発行下での高率配当は資金需要が旺盛であるほど高負担となる。このような状況で配当率に上昇傾向が生じ

るはずもないことから、下方硬直性に着目することが重要となる。このことから、資金調達ルールにおける配当率下限基準は、井手説の妥当性をより強固にする材料と見なしうる。

井手説の特徴は配当率に下方硬直性が生じた理由を明快に論じた点にある。明治・大正以来1割程度が配当の基準とされることが多かったが、その根拠は1割という水準が市中金利あるいは他の金融商品の利回りより通常高い水準にあったためという程度のものであったと推察される。これは株式市価が額面金額を上回るうえでの必要条件と見なされていた訳だが、金融機関が要求する運用利回りに着目し、若干の曖昧さが伴う慣行でしかなかった10%基準に一種の経済合理性を付与した点は評価されるべきである。以上のことから、安定配当政策の形成過程をより説得的に説明しうる仮説は井手説ということになる。

このような違いがあるものの、両者の主張はともに、戦後の経済復興・経済成長を果たすうえできわめて重要であった「日本型」金融システムへの理解を前提・基礎とする点で共通している。加えて、両者の認識に通底するものは、わが国の金融システムが政府・行政の管理下にあり、それが企業の裁量性に委ねられるべき財務政策にまで多大な影響を及ぼしたことである。基幹産業の保護・育成および経済成長の途上にある中での外部資金依存度の上昇は、計画的な資源分配と資金供給ルートの安定性を不可欠とする。このような管理体制において、間接金融優位、直接（株式）金融劣位の構造を演出した額面発行と深く結びつくことで<sup>30)</sup>、緩やかな制約条件でしかなかった10%基準の性格は徐々に変容の様相を呈することになる。

### (2) 株式市場への公的介入にみる10%基準の役割

間接金融優位の構造にあって、直接金融、とりわけ株式金融は限界的資金調達手段でしかなかったものの、株式市価の大幅下落はそれを大量に保有する金融機関に多大な損失を被らせ、金融システムの安定性が損なわれることにもなりかねないため、看過しうる問題ではない。このような特殊事情もあってか、わが国では証券不況に見舞われ

るたび、政府による株価対策が要請され実施されるという状況が出現する。その嚆矢は1950（昭和25）年1月から12月の間に実施された「増資等調整懇談会<sup>31)</sup>」による増資調整（増資の繰延）である。この増資調整はその後、1954（昭和29）年、1962（昭和37）年に実施されたが、1964（昭和39）年の増資調整はそれまでの繰延とは異なり、増資の実質ストップを1965（昭和40）年2月～9月に実施した点において異質なものと見える。そして、この4回目の増資調整、その後の増資再開における銘柄選定基準との関わりから、新たな配当下限基準が導入されることになる。

この増資ストップという強行措置は、1961（昭和36）年をピークとした東証ダウが1963（昭和38）年末に大幅下落したことに起因する。株価対策に効果があるか否かはさておき、一般的にこれは、作為的な株価維持を目的に実施される「株式供給量の削減」「株式需要量の増大」「証券業者への融資」「経済政策」の総称と解される<sup>32)</sup>。この時期の株価対策の特徴は、「株式需要量の増大」策としての「金融機関への買い出動」を要請したことよりも、「株式凍結機関」の設立を意図して1964（昭和39）年に「日本共同証券」が設立された点にある。最初の買い出動における日本共同証券の銘柄選定基準は、「基幹産業のうち資本金100億円以上、過去数期にわたって年8%以上の安定配当を継続して、利回り4.5%以上の銘柄の中から業種に偏向のないよう選定<sup>33)</sup>」するものであった点は注目し値する。その後、ストップされていた増資を再開する際に設けられた「増資調整に関する暫定基準」（昭和40年5月）においては、金融機関を除いた上場企業が増資を行なう際に満たすべき要件として「増資権利落ち株価が60円以上であることを前提とした、配当率10%を維持する見込み」が設けられた<sup>34)</sup>。

このように、10%基準は政府・行政当局による市場への介入・管理のための具体的基準としての役割を果たすことになった。このことは、その後「上場廃止基準」「時価発行増資の自主ルール」そして「時価転換社債の自主ルール」においてもDPS5円（50円額面比10%）の下限基準が

導入されるなど、ほぼすべての上場企業に適用される結果となったことから明らかである<sup>35)</sup>。

### （3）今後の課題

本稿では安定配当政策の形成過程について2つの仮説の吟味を通じ検討してきた。この検討を通じ明らかになったことは次の3点である。第一に、配当率の低下傾向の主因は旺盛な資金需要に起因する配当負担の増加を軽減するための企業側の自主的な切り下げにあり、配当制限を主因とすることには若干の無理がある点が挙げられる。第二に、これまで検討の俎上にのぼることのなかった井手説の妥当性について、これを是とする結果が単回帰から観察されたことが挙げられる。なお、このことに加え、2節で指摘した「社債格付け基準」の中に10%基準が導入されていた事実は、債券の消化主体であり株式の長期保有を前提とした金融機関、とりわけ銀行のリスクに対する態度にリスク中立的側面があることを示唆する。含み益の存在があるとはいえ、融資と株式投資におけるリスクの違いを重視せず、収益機会の拡大に主たる関心を寄せるこのような態度は、政府・行政による「護送船団方式」なしには成立し得ないものでもある。第三に、井手説を支持する根拠になりうる配当率下限基準は、政府・行政側も配当率10%を下限基準と見なしていたことの証左であり—この点にこそ10%基準の意義がある—、そしてこれが間接金融体制に直接金融を包摂し安定的な資金供給を実施するうえで重要な役割を担っていたことが挙げられる。10%基準は政府・行政が証券市場を管理するうえでその後も活用されたことから、証券行政におけるその重要性については言うまでもないだろう。株式の額面発行を基礎とする10%基準はその後、政府・行政による株式市場への公的介入の際に頻繁に援用されたことで、一層強固な下限基準へと変容していった。

以上のことが明らかになったものの、本稿には、収集資料の絶対数がいまだ十分ではなく、そして井手説の妥当性を検討する際のサンプル数が寡少な点等の限界が存在することから、これらの改善が今後必要となろう。



本節では、戦後から1960年代にかけて増資形態の主流であった額面発行を基礎とする直接金融、とりわけ株式金融が間接金融に包摂される枠組みの中で、配当率10%基準が効果的に機能し、かつ政府による証券行政上有効に活用された事実を示した。しかしながら、1970年代後半以降にみる株式時価発行の増加は、額面発行を前提に金融機関が安定株主として増資に応じるというこの枠組みを根底から覆すことになる。株式時価発行の増加傾向に対し、当時の銀行業界・生命保険業界が反対の姿勢をとったことは言うまでもない<sup>36)</sup>。ところが、そのような反対姿勢とは裏腹に、時価発行の増加・進展とともに金融機関持ち株比率は一層上昇する結果となった。時価発行の増加とDPS下限基準が共存し得た枠組み、金融機関による株式保有が継続的に増加傾向を示した理由を検討することが今後の課題となる。

(青森公立大学)

(2004年6月30日受付、2004年7月1日受理)

## 注

- 1) 本稿は2002年7月27日(土)に開催された日本経営財務研究学会関東部会(明治大学)における報告内容「高度成長期にみる配当政策の特徴—金融機関の株式保有、融資と配当率との関連について—」を大幅に加筆・修正したものである。なお、報告の際に、広田真人氏より貴重なコメントを頂いた。記して感謝したい。
- 2) 黒田・米澤・新保・広田(1998)、25頁。
- 3) 同上書、27頁。
- 4) 同上書、27頁。
- 5) 単に配当さえ引き上げれば株価が上昇すると論じている訳ではない。内部留保の再投資がキャピタル・ゲインの源泉となるメカニズムが意識・確立されておらず、それについての理解も無い状況下での、配当水準決定における根拠の曖昧さを問題視しているのである。
- 6) 谷村(1982)、65～68頁。
- 7) このことは、株式市価が額面価額程度、もしくはそれを上回るうえでも必要なことであった。1割配当がこれを目的とするものであることは、大正時代から認識されていたようだ〔生駒(1986)、165頁〕。
- 8) 諸井(1984)、125頁。なお、類似の主張は小林(1995)にも見られる。
- 9) 井手(1994)、92～93頁。
- 10) 柴田(1991)、37頁。
- 11) 日本証券経済研究所(1985)、633頁。
- 12) その内容は、金融機関および特別に指定された会社を除く資本金20万円以上の会社を対象とし、当該事業年度の利益を超えた配当・年率5%以上の配当支払いを禁じるものであった(同上資料、634～635頁)。
- 13) 日本証券経済研究所(1981)、173頁。
- 14) 同上資料、181～182頁。
- 15) 山一証券経済研究所(1977)、165頁。なお、この制限は1968(昭和43)年まで存続した。
- 16) 銀行業を対象とする配当制限は通達という名の行政指導を通じ1950年代前半から実施された。当初は12%程度であったが、その後配当性向基準に移行するまで10%を上限とする制限が課された。
- 17) 東京証券取引所(1959)4月、45頁。
- 18) 東京証券取引所(1960)4月、38頁。
- 19) 東京証券取引所(1962)4月、18頁。なお、この前年に開設された東証2部の場合、調査対象企業345社中、制限対象企業は8社であった(同書19ページ)。
- 20) 山一証券経済研究所(1977)、7頁。
- 21) 同上書、7頁。
- 22) 日本証券経済研究所(1987)、94頁。
- 23) 東京証券取引所(1963)、制度編6頁。
- 24) 上場基準が改正される直前まで、株価対策として増資調整が行われていた。
- 25) 1961(昭和36)年には「3年間10%以上でかつ10%以上の継続見込み」と過去の配当実績も重視されるよう基準が改定され、加えてこの基準は他の取引所の上場審査基準に徐々に導入されていった。
- 26) 大蔵省証券局内証券政策委員会(1983)、339頁。なお、ここでの格付けとは起債条件の内容であり、現在の格付けとはその性格・意味が異なる。
- 27) 「昭和30年代にはいつてからの事業債関係の起債調整は、格付けによって行なわれていた。この格付けは日銀・大蔵省の意向を勘案して、受託銀行と引き受け証券会社の間で決定されるという形にはなっていたが、実質的な主導権を握っているのは受託銀行であった。受託銀行、なかんずく八行会が事実上の起債調整を行なってきた。」〔志村(1980)、236頁〕。
- 28) 脇田(1983)、48～57頁。
- 29) 日本生命保険相互会社(1963)、301頁。
- 30) 佐藤(1998)、40～41頁。
- 31) 「増資等調整懇談会」は1964(昭和39)年に「増資の調整に関する懇談会」と名称変更された。
- 32) 神木(2001)、71～72頁。
- 33) 同上書、76頁。
- 34) 山一証券経済研究所、前掲書、88頁。
- 35) 同上書、318頁、326頁。
- 36) 「株式の時価発行に対する意見について」(生命保険協会、昭和43年6月)および「株式時価発行について」(全国銀行協会連合会、昭和43年9月)をみると、時価発行は時期尚早であり、中間発行方式の採用、額面と時価の差額であるプレミアムを還元する必要性等が異口同音に述べられている(同上書、303～304頁)。

## 参考文献

- 有沢巳巳(監)『日本証券史2』日本経済新聞社、1995年。  
生駒道弘『株式時価発行の理論』千倉書房、1986年。  
井手正介『日本の企業金融システムと国際競争』東洋経済新報社、1994年。  
大蔵省証券局内証券政策委員会(編)『証券取引審議会基本問題委員会報告・資料Ⅱ』金融財政事情研究会、1983年。

落合孝彦「配当規制の変遷とその影響」水越潔（編）『会社財務制度の史的展開』税務経理協会，1998年。  
小畑二郎「銀行の株式投資をめぐる諸問題」『証券研究』日本証券経済研究所，1983年2月，第67巻。  
片山伍一「日本の企業金融」川合一郎（編）『証券経済講座2 企業と証券市場』東洋経済新報社，1969年。  
神木良三『株式市場への公的介入』2001年，千倉書房。  
黒田晁生・米澤康博・新保恵志・広田真一『企業財務戦略ビッグバン』東洋経済新報社，1998年。  
小林和子『株式会社の世紀 証券市場の120年』日本経済評論社，1995年。  
佐藤猛「株式金融の史的展開 ―戦後額面発行の経路依存性―」水越潔（編）『会社財務制度の史的展開』税務経理協会，1998年。  
柴田善雅「戦時会社経理統制体制の展開」『社会経済史学』1992年，Vol.58 No.2。  
志村嘉一『日本公社債市場史』東京大学出版会，1980年。  
生命保険協会（編）『株主への利益還元等状況調査について』<http://www.seiho.or.jp/news/h15/pdf/kabu03/chousakekka.pdf>（2004年6月24日アクセス）。  
全国証券取引所協議会（編）『平成12年度 企業業績及び配当の状況』2000年。  
谷川裕『株主勘定復活論 株式の本質と株主の立場』日本経済新聞社，1982年。  
津村英文『配当―その光と影―』税務経理協会，1981年。

東京証券取引所（編）『東京証券取引所10年史』1963年。  
――『証券』1959年4月，1960年4月，1962年4月。  
日本証券経済研究所（編）『日本証券史資料』戦後編第一巻，1981年。  
――『日本証券史資料』戦後編第五巻，1985年。  
――『日本証券史資料』戦後編第六巻，1987年。  
日本生命保険相互会社（編）『日本生命七十年史』1963年。  
花枝英樹『経営財務の理論と戦略』東洋経済新報社，1989年。  
広田正人「配当政策の現状」森脇彬（編）『日本企業の配当政策』中央経済社，1992年。  
松村勝弘『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社，1997年。  
森昭夫「わが国企業の配当政策を巡って」姫路獨協大学経済情報学会，『経済情報学論集』，1992年10月，第3号。  
諸井勝之助「配当政策を通じてみたわが国企業財務の特質」日本経営財務研究学会（編）『経営財務制度の新展開』中央経済社，1984年。  
脇田安大「わが国の貸出市場と契約取引―貸出金利の硬直性に関する一解釈―」日本銀行金融研究所（編）『金融研究』第2巻第1号，1983年3月。  
山一証券経済研究所（編）『我が国企業の資金調達―その回顧と展望―』商事法務研究会，1977年。

## **Abstract**

---

This paper examines what underlay the formative processes of stable dividend policy in relation to the contemporary financing rules and financial system after world war II in Japan. The Trend of Japanese firms to fix dividends per share has been effected by the lowest criterion of 10 percent ratio to face value seen in financing rules which Ministry of Finance, Bank of Japan, securities firms, and banks established. In addition, it is assumed that financial institutions which played an important role in the financial system before 1970 required 10 percent of dividend rate in equal to real loan rate for long-term holding shares. The formation of stable dividend policy based on par issue in Japan depended on the financial system controlled by Japanese government.